

Prosper Lamothe Fernández*

Manuel Monjas Barroso**

MERCADOS ALTERNATIVOS DE DEUDA PARA LA FINANCIACIÓN DE LA PYME: ANÁLISIS, PERSPECTIVAS Y PROPUESTAS

La crisis financiera ha provocado una caída drástica de la financiación bancaria hacia todos los sectores de la economía. Este fenómeno, acaecido en mayor o menor medida en toda Europa, es especialmente grave en el caso de la pyme española, tradicionalmente generadora de empleo y vertebradora del tejido productivo de nuestra economía. La necesidad de buscar alternativas de acceso a la financiación a través de intermediarios no bancarios, ha supuesto la aparición de mercados financieros alternativos de deuda enfocados a este tipo de empresas. En este artículo se analizan las características de los principales mercados financieros alternativos de bonos europeos, así como los factores condicionantes de su evolución futura y las medidas que pueden contribuir a su consolidación.

Palabras clave: financiación, crisis bancaria, mercados alternativos, instituciones no bancarias, pymes.

Clasificación JEL: G180, G300, G320.

1. Introducción

La crisis financiera ha provocado una caída drástica de la financiación bancaria hacia todos los sectores de la economía. Este fenómeno, acaecido en mayor o menor medida en toda Europa, es especialmente grave en el caso de la pyme española, tradicionalmente generadora de empleo y vertebradora del tejido productivo de

nuestra economía. Como respuesta a este estrangulamiento del crédito, en los últimos años han aparecido en Europa mercados financieros alternativos de deuda específicamente destinados a dotar de mecanismos financieros a este tipo de compañías, de los cuales el Mercado Español Alternativo de Renta Fija (MARF) es un ejemplo reciente. En este artículo, una vez presentado el entorno de financiación actual para la pyme, se analizan las características de los principales mercados financieros alternativos de bonos europeos, para posteriormente describir los factores condicionantes de su evolución futura así como proponer diferentes medidas que contribuyan a su consolidación.

* Catedrático de Economía Financiera. Universidad Autónoma de Madrid (UAM).

** Profesor Titular de Economía Financiera. Universidad Autónoma de Madrid (UAM).

2. Crisis, crédito y financiación de la pyme: la tormenta perfecta

La permanencia de la crisis financiera ha tenido una doble repercusión en la reducción del crédito ofrecido a las empresas. Por un lado, el incremento de la insolvencia potencian y la posterior morosidad real percibida por la banca, han reducido la financiación a las empresas. Por otro, la reacción de los reguladores ante la recesión ha implicado un reforzamiento de los requisitos de capital y liquidez exigibles a la banca (Basilea III), lo que ha provocado un desapalancamiento progresivo de los balances de las entidades financieras, una significativa contracción del crédito ofrecido a los agentes económicos (Allen *et al.*, 2012) y un encarecimiento del mismo en una gran parte de los países europeos (Chai *et al.*, 2011). Este racionamiento de crédito, es particularmente grave en el caso de las pymes, donde en muchos casos las líneas de liquidez bancaria constituyen una garantía de continuidad de las operaciones corrientes y, por tanto, un factor muy importante para la estabilidad y viabilidad de este tipo de empresas. Adicionalmente, la privación de recursos financieros a las empresas implica que estas reducen o incluso paralizan sus decisiones de inversión, provocando un impacto negativo en sectores que son motores de crecimiento y empleo (Campello *et al.*, 2010), afectando negativamente al PIB (Lamothe, 2013). En definitiva, con la actual crisis en Europa se han conjugado efectos de restricción de oferta de crédito y factores de incremento en su demanda, que actuando de forma conjunta han derivado en una carencia de recursos financieros y una elevación de su coste (Popov *et al.*, 2010). En el caso concreto de España, estos hechos se agravan como consecuencia del añadido de la crisis del mercado inmobiliario que ha incrementado las necesidades de saneamiento de las cuentas bancarias, dando un peso adicional a los factores de restricción de la oferta por parte de las entidades de crédito (Jimenez *et al.*, 2012). A continuación vamos a mostrar algunas cifras que ponen de relieve todos estos fenómenos.

CUADRO 1

FACTORES CONDICIONANTES EN EL CAMBIO DE CRITERIOS EN LA CONCESIÓN DE CRÉDITOS A LA PYME (Orden de prelación, 2012-2013)

	DF	EXP	SIT
2012 III T	3	1	2
2012 IV T	2	1	2
2013 I T	–	1	1

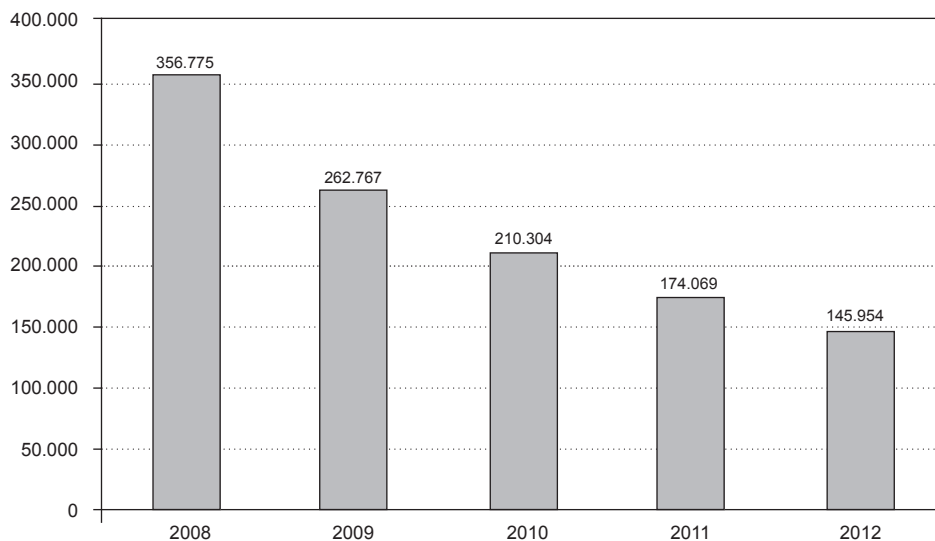
FUENTE: Elaboración propia a partir de la Encuesta de Préstamos Bancarios del Banco de España.

En el Gráfico 1 mostramos la financiación nueva concedida al sector empresas en España en créditos cuya cuantía no superaba el millón de euros. Como puede apreciarse, desde que comenzó la crisis, dichas líneas se han reducido a la tercera parte, pasando de 356.000 millones de euros a apenas 145.000 millones. Por otra parte, desde el lado de la demanda de crédito, observamos como los principales problemas a los que se enfrentan las pymes para obtener financiación bancaria (Gráfico 2) son el endurecimiento de las condiciones de crédito (el 63,8 por 100 de las empresas preguntadas según la Encuesta de las Cámaras de Comercio para el cuarto trimestre de 2012), cuando no directamente el rechazo de la solicitud de financiación demandada (un 26 por 100). Esta combinación de peores condiciones de financiación y menores volúmenes de crédito a disposición de las empresas, constituye sin duda una grave amenaza que hipoteca las posibilidades de crecimiento de nuestra economía.

Curiosamente, los criterios de concesión de créditos por parte de la banca no están condicionados únicamente y en primer lugar por la situación de un sector o grupo de empresas concreto (SIT), sino que han obedecido también a las expectativas generales sobre la evolución de la economía (EXP) y a la menor disponibilidad de líneas de financiación por parte de las entidades de crédito (DF), según pone de relieve la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España en los últimos trimestres (Cuadro 1).

GRÁFICO 1

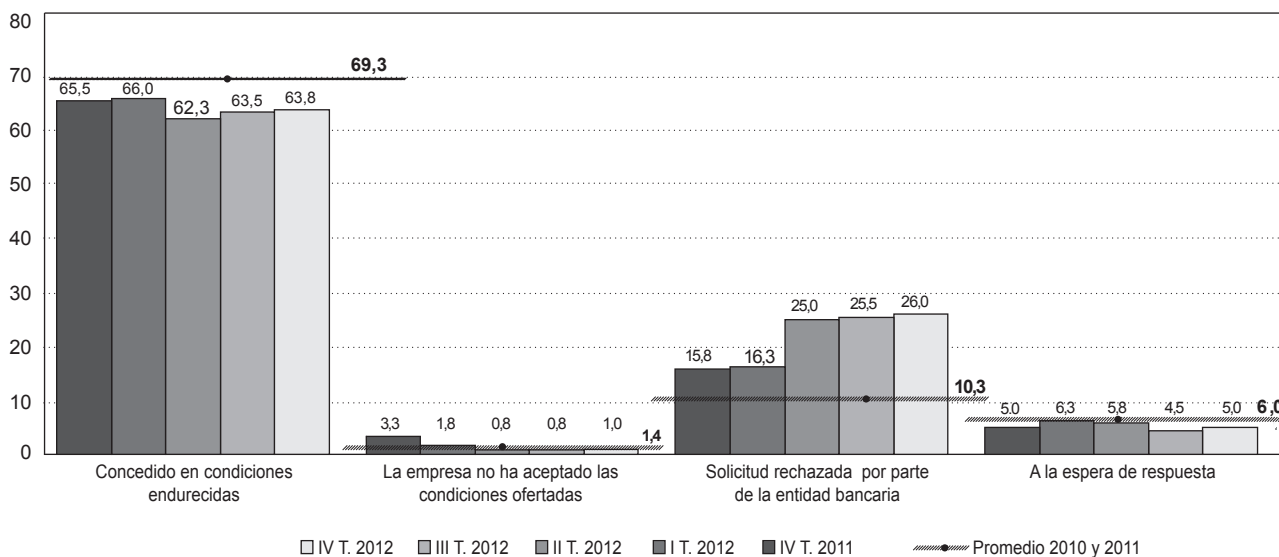
FINANCIACIÓN NUEVA CONCEDIDA A LAS EMPRESAS EN ESPAÑA
(<1 millón de euros. Datos en millones de euros)



FUENTE: Boletín Estadístico, Banco de España.

GRÁFICO 2

PROBLEMAS DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN
(% de pymes)



FUENTE: Encuesta Cámaras sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena (diciembre 2012).

Por tanto, el clima de desconfianza económico ha contribuido también a la hora de plantear la dotación de líneas de crédito hacia la pyme. En definitiva, todos los datos mostrados anteriormente ofrecen una panorámica poco halagüeña, sobre el acceso a la financiación bancaria de las pymes, justo en un momento crítico en el que muchas de ellas requieren fondos de manera urgente. Bajo este contexto, se hacen necesarios nuevos mecanismos de obtención de recursos a través de canales diferentes a la intermediación bancaria. En ese sentido, el acceso a mercados financieros alternativos se está convirtiendo en Europa en una respuesta a la necesidad de recursos para este tipo de empresas. La evolución natural de las fuentes de financiación para las empresas tiene un cauce adecuado en los mercados financieros alternativos al canal bancario, cuando las compañías cuentan ya con un recorrido temporal y un nivel de riesgo aceptable, aun cuando dado el racionamiento de crédito no cuentan con financiación suficiente. En el próximo apartado procederemos a analizar las características de estos mercados alternativos de deuda.

3. Los mercados europeos de financiación alternativa mediante deuda: características funcionales

La aparición de mercados alternativos de deuda para pymes surge como una consecuencia de la falta de financiación bancaria derivada de la crisis, y viene a completar otros mecanismos alternativos de financiación desintermediada, como son los mercados alternativos de acciones¹ y el capital riesgo. Estos mercados tratan de facilitar el acceso a fondos derivados de emisiones de bonos, a compañías que por su tamaño, no encuentran fácil acomodo en los mercados mayoristas de deuda corporativa. Todos estos mercados tratan de simplificar los requisitos de admisión para este tipo de

empresas, ofreciendo una serie de ventajas frente a los mercados tradicionales.

Uno de los efectos positivos importantes de estos mercados es que reducen la prima de riesgo por iliquidez que está implícita en el precio de los bonos. La prima de riesgo por iliquidez no es fácil de obtener ya que no cotiza directamente en el mercado. Por los estudios empíricos de diversa índole realizados sobre los efectos de la falta de liquidez, podemos decir que en el caso que nos ocupa, esta prima se debería situar en un rango de 0,50 por 100 a 2 por 100 por año. De Jong y Driessen (2012) en un excelente trabajo empírico demuestran que para el caso del mercado de EE UU de bonos corporativos la prima por iliquidez se ha situado entre un 0,60 por 100 y un 1,5 por 100 anual en los últimos años.

En 1995 comenzaba la negociación del mercado británico AIM (Alternative Investment Market), pionero en facilitar el acceso de pymes a la financiación mediante emisiones de acciones en dicho mercado. Este marco de negociación implicó la eliminación de volúmenes mínimos de emisión para comenzar a cotizar así como la supresión de requisitos de historial previo de negociación de títulos, lo que supuso un revulsivo para los mercados de entonces.

En lo referente a mercados de emisiones de bonos, los mercados alternativos de deuda para empresas comienzan su andadura en Europa en 2005 con la apertura del mercado noruego Nordic ABM. En la actualidad, los principales mercados alternativos de emisión de deuda en Europa son los siguientes:

- Nordic ABM (Noruega)
- Mercado BondM (Alemania)
- Alternext (Paris, Amsterdam, Bruselas, Lisboa)
- MARF (España).

A continuación explicaremos las características funcionales más relevantes de estos mercados.

Mercado ABM (Noruega)

El mercado noruego surgió en 2005 con objeto de agilizar la emisión y negociación de bonos e instru-

¹ Como el MAB español o el AIM británico.

mentos de renta fija a corto plazo, bajo unas normas menos restrictivas que las de otros mercados organizados. Desde el primer momento, este mercado tiene la vocación de orientarse a las necesidades de los emisores, siendo en sus propias palabras «un traje a medida para las empresas potencialmente prestatarias». A nivel regulatorio, como todos los mercados que se analizan dentro de este subapartado, ABM tiene la consideración, siguiendo la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID, por sus siglas en inglés), de mercado no regulado o alternativo.

La negociación de bonos se realiza de forma electrónica, dividiéndose la contratación de mercado en dos segmentos diferenciados: uno minorista, dirigido al público en general (Nordic ABM Retail), y otro enfocado hacia inversores profesionales (Nordic ABM Professional). El volumen mínimo de nominal para cotizar en ambos mercados es de 500.000 coronas noruegas (61.750 euros)², lo que resulta muy apropiado para el acceso a la financiación por este medio de pequeñas y medianas empresas.

La admisión a negociación en este mercado es relativamente simple. La empresa no debe elaborar ningún folleto de emisión, bastando el informe anual y las características financieras de la emisión para poder solicitar la admisión a la Bolsa de Oslo, no requiriendo la aprobación previa de la autoridad supervisora noruega en materia de servicios financieros (Finanstilsynet). El proceso de aprobación por parte de la Bolsa es muy rápido (una semana o incluso menos, si el emisor ya tiene productos negociados en el mercado).

Las compañías que quieran emitir y cotizar en este mercado, siempre que previamente negocien sus acciones en la Bolsa de Oslo, no tienen la obligación de presentar sus estados financieros siguiendo los estándares contables internacionales IFRS (International Financial Reporting Standards). En caso de empresas no cotizadas, es necesario presentar los estados financieros del último año así como las ca-

racterísticas financieras de la emisión (Loan Description). En todos los casos los emisores deben contar con un banco de inversión (*manager*), para que les asesore en todo el proceso de colocación (elaborando toda la documentación relativa a la emisión y distribución de los títulos) y pueda contactar con inversores potencialmente atraídos por la emisión. Como veremos en otros mercados alternativos, la figura del *manager* o asesor resulta crucial para el éxito de este tipo de mercados, ya que no solo asesoran al emisor durante todo el proceso de colocación, sino que tienen el conocimiento preciso del mercado, para enfocar las características financieras de la emisión a las condiciones del mercado y de la empresa. Una vez autorizada la emisión, el emisor debe contar con otro banco o empresa financiera que actúe como operador de cuenta, registrando los valores en la Cámara de Compensación de la Bolsa.

En el Cuadro 2 podemos analizar la evolución del valor nominal de los bonos emitidos y negociados en ABM. Como puede observarse, la tendencia desde su inauguración en 2005 es creciente, situándose dicho volumen en 2012 aproximadamente en 359.000.000 de coronas.

No obstante, hasta la fecha los emisores con mayor presencia en el mercado son las entidades financieras (bancos comerciales e hipotecarios y empresas de seguro), que en 2012 acaparaban el 70 por 100 de las emisiones, correspondiendo a empresas no financieras noruegas, aproximadamente el 8 por 100 del total.

Bondm Market (Alemania)

El mercado alternativo de deuda alemán (Bondm) es en realidad un segmento separado de contratación de bonos emitidos por las pymes dentro de la Bolsa de Stuttgart. Como el resto de los mercados alternativos analizados, tiene la consideración de mercado no oficial, por lo que los requisitos de admisión, que a continuación detallaremos, son menores que en el caso de los mercados oficiales. Este segmento inició su andadura en julio de 2011.

² Tipo de cambio 1 NOK=0,123€.

CUADRO 2
VALOR NOMINAL DE LOS BONOS NEGOCIADOS EN ABM NORDIC MARKET
 (Miles de coronas noruegas)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total	9.521	60.936	130.218	204.551	230.600	283.432	311.204	359.091
Municipales garantizados	0	0	588	540	1.062	1.013	965	1.597
<i>Covered bonds</i>	0	0	0	6.555	6.545	17.138	34.158	49.073
Banca comercial y seguros	6.750	36.618	81.128	141.947	164.659	199.880	215.277	244.271
Bancos hipotecarios	1.473	10.373	15.633	15.923	20.991	22.675	17.028	13.056
Empresas no financieras	0	8.035	19.494	21.049	19.732	25.487	24.754	31.377
Empresas extranjeras.....	0	4.670	10.290	16.346	14.042	10.871	13.172	13.103

FUENTE: ABM Nordic Market.

En Bondm se negocian bonos con un nominal de 1.000 euros, existiendo la obligación, común al resto de los mercados alternativos europeos, de asesoramiento del emisor por una empresa de servicios de inversión especializada (en el mercado se les denomina *Bondm Coaches*).

Los requisitos principales de admisión a negociación son los siguientes:

— Exigencia de una empresa asesora para el emisor (*Bond Coach*) durante todo el proceso de colocación y negociación.

— Exigencia de cotización previa de las acciones del emisor en un mercado regulado alemán o de otro país.

— Presentación de estados financieros (en su caso consolidados), por parte del emisor.

— Necesidad de elaboración de un folleto de emisión donde se detallen las características del emisor y de la emisión de bonos.

— Necesidad de evaluación de la calidad crediticia del emisor a través de un *rating* externo elaborado por una agencia independiente.

Por otro lado, en el tramo de negociación (mercado secundario electrónico) Bondm cuenta con creadores de mercado (QLP, *Quality Liquidity Providers*), obliga-

dos a cotizar precios, con *spreads* máximos fijados por el mercado.

En la actualidad con datos cerrados en el tercer trimestre de 2012 (PWC, 2012), el mercado ha emitido bonos por valor de 100.000.000 de euros, aunque resulta prematuro valorarlo en estas fases iniciales de existencia.

Mercado Alternext

El mercado Alternext fue creado por NYSE Euronext (París, Bruselas, Amsterdam y Lisboa) como un segmento de negociación orientado a la emisión y negociación de valores (acciones y bonos) de pymes. La puesta en marcha del segmento de negociación de bonos es relativamente reciente (enero de 2012). Como en otros mercados alternativos, los emisores requieren del asesoramiento de una empresa proveedora de servicios de inversión (*Listing Sponsor*), quién debe acreditar que no posee intereses en la empresa asesorada.

Las condiciones para el emisor de admisión de bonos para la negociación en este segmento incluyen entre otras:

— Contar con un *Listing Sponsor*.

CUADRO 3
IBOS (INITIAL BOND OFFERING)
EN ALTERNEXT
(Enero 2012-octubre 2013)

Año	Compañía	Capital captado
2012	AGROGEN	9,4
2012	CAPELLI	11,7
2012	CREDIT MANAGEMENT	2,5
	Total 2012	23,6
2013	DEME	200,0
2013	HOMAIR VACANCES	15,0
2013	REALITES	7,3
	Total 2013	222,3
	Total desde inicio	245,9

FUENTE: Euronext.

— Publicar los estados financieros consolidados antes de la salida al mercado. Los estándares contables admitidos son los International Financial Reporting Standards (IFRS) o sus equivalentes en el US GAAP (Principios Contables Generalmente aceptados en EE UU).

— Los emisores deben acreditar una auditoría externa de sus estados financieros en los dos últimos años.

— Cualquier emisión de deuda en este segmento debe estar calificada por una agencia de *rating*.

— Dentro de los procedimientos de colocación en el segmento de bonos, Alternext exige un volumen de emisión mínimo de 200.000 de euros para acceder al mercado.

Si analizamos la evolución del mercado primario (Cuadro 3), la novedad del segmento de emisión de bonos hace que todavía no cuente con datos muy relevantes. No obstante, se han obtenido un total de 23.600.000 de euros en 2012, mientras que hasta octubre de 2013 la cifra de financiación alcanzada supera ya los 245.000.000 de euros.³

³ Si bien 200.000.000 de euros corresponden a la IBO de la empresa de ingeniería DEME.

En la negociación de títulos ya emitidos (mercado secundario), Alternext cuenta con creadores de mercado (*Liquidity Providers*), que cotizan en firme precios de compra (venta) para diferentes activos. No obstante, dada la novedad del mercado, su liquidez de momento no es muy elevada. Según puede apreciarse en el Cuadro 4, los volúmenes negociados en el mercado secundario para bonos durante su primer año de existencia, solo han alcanzado los 7.000.000 de euros, con una contratación esporádica y asimétrica en el tiempo. Este dato contrasta con la actividad mostrada en el segmento de acciones que cuenta con más tradición (negocia valores desde 2005).

Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) comenzó su andadura en octubre de 2013, estando adscrito a la sociedad Bolsa y Mercados Españoles (BME). Su objetivo es similar al de los mercados precedentes. Se trata de ofrecer un medio de captación de recursos para empresas, distinto a la intermediación bancaria y con unos requisitos de acceso por parte de los emisores menos exigentes que los correspondientes a los mercados mayoristas de deuda corporativa.

El tamaño mínimo de las emisiones exigido por el MARF es de solo 100.000 euros. Los principales requisitos de admisión al mercado son los siguientes:

— Respecto al emisor:

a) Contar con un «asesor registrado», empresa especializada cuya función es ayudar y asesorar al emisor en todo el proceso de colocación de sus títulos, facilitando la tramitación ante el mercado así como aconsejando a la empresa durante toda la vida de la emisión.

b) Facilitar al mercado un documento informativo con los factores de riesgo específico del emisor y sus valores, así como acerca de la evolución del negocio.

c) Proporcionar al mercado un informe del asesor registrado y de los bancos colocadores con un análisis de la emisión y del emisor.

CUADRO 4
ALTERNEXT: NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO SECUNDARIO (2012)

Período	Días de negociación	Acciones	Bonos	Total
Enero	22	146	0	148
Febrero	21	156	0	156
Marzo	22	175	0	175
Abril.....	19	106	0	106
Mayo	22	62	0	62
Junio	21	78	0	78
Julio	22	57	1	58
Agosto	23	70	0	71
Septiembre	20	167	1	168
Octubre	23	139	1	140
Noviembre	22	89	1	90
Diciembre	19	94	1	95
Total	256	1.338	5	1.343

FUENTE: Euronext Fact Book 2012.

d) Presentar una calificación crediticia del emisor (*rating*), otorgada por una agencia de calificación avalada por ESMA (*European Securities and Markets Authority*).

e) Suministrar al mercado las cuentas anuales auditadas según los estándares contables NIIF, los vigentes en países pertenecientes al Espacio Económico Europeo o los principios US GAAP.

— Respecto a los valores:

a) Describir las características financieras de la emisión.

b) Establecer la forma de representación de los valores (anotaciones en cuenta).

c) Informar acerca de la legislación aplicable.

El mercado tiene una orientación profesional, exigiendo una inversión mínima por agente de 100.000 euros. Por otro lado, la negociación en el segmento secundario se organiza como un sistema multilateral

de negociación entre los miembros, operando de forma «ciega» (anónima). En el Cuadro 5 mostramos un resumen comparativo con las principales características de los cuatro mercados analizados.

4. Factores condicionantes de la evolución de los mercados financieros alternativos de deuda en España

Los factores condicionantes que afectarán a la evolución futura de los mercados alternativos de deuda, están vinculados con los emisores, los inversores y la propia estructura del mercado. En relación a los emisores, resulta fundamental facilitar e incentivar a las pymes el acceso a este mercado financiero. En este sentido, pensamos que las principales barreras son de carácter cultural (falta de conocimiento sobre estos mercados y sus requisitos de acceso por parte de

CUADRO 5

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS ALTERNATIVOS DE BONOS EUROPEOS

	ABM Nordic	BONDm	AlterNext	MARF
Lanzamiento	Junio 2005	Julio 2011	Enero 2012	Octubre 2013
Tamaño mínimo de emisiones	500.000 NOK (61.000 €)	250.000 €	200.000 €	100.000 €
Exigencia de Asesor	Sí (Manager)	Sí (Bond Coach)	Sí (Listing Sponsor)	Sí (Asesor Registrado)
Estándar contable de cuentas del emisor	Específicos según la compañía	Específicos según compañía	IFRS/GAAP/otra	NIIF/GAAP/otra
Creadores de mercado	No	Sí (QLP)	Sí (LP)	No
Exigencia de <i>rating</i>	No	Sí	Sí	Sí
Orientación de mercado	Profesional/minorista	Profesional/minorista	Profesional/minorista	Profesional

FUENTE: Elaboración propia.

estos gestores) y no tanto de carácter financiero, al menos para un grupo significativo de medianas empresas, que tienen niveles de solvencia aceptables y riesgos financieros acotados, pero sin embargo no pueden acceder a líneas de préstamo dado el racionamiento del crédito bancario.

Como veremos en el apartado de propuestas, el papel de los asesores registrados resultará crucial para lograr este objetivo de acercamiento. Obviamente, aquellas pymes que no cuenten con niveles de solvencia asumibles por el mercado, seguirán teniendo los mismos problemas financieros que los surgidos con la financiación bancaria. De ahí que una adecuada información sobre la solvencia percibida se convierta en el segundo factor de viabilidad necesario para una evolución positiva de este mercado. En este punto los actores clave son las agencias de calificación crediticia, que deberán realizar un esfuerzo para valorar una realidad económica empresarial nueva y diferente en relación a las operaciones de evaluación

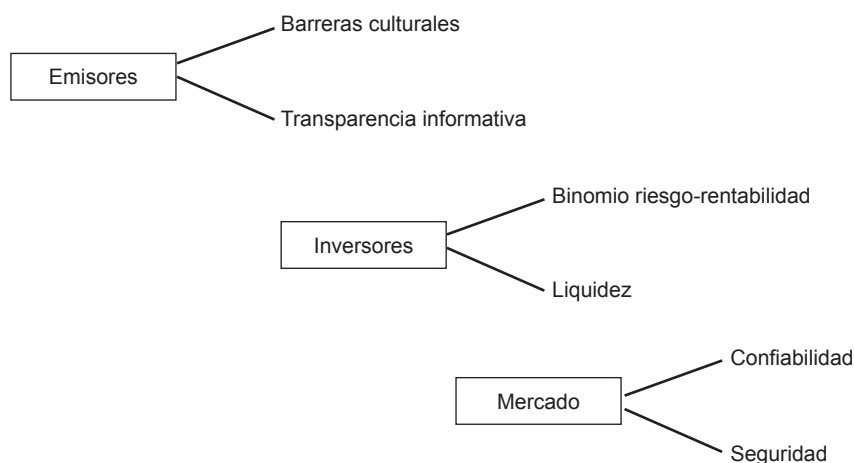
que han llevado a cabo hasta la fecha (centradas en grandes empresas y riesgos soberanos).

Desde el punto de vista del inversor, no cabe duda que el factor clave es conseguir una base suficientemente amplia de inversores mayoristas, que puedan asegurar un futuro desarrollo de este mercado e incluso una eventual extensión del mismo hacia inversores minoristas. Para ello, resulta esencial conjugar una alineación adecuada del binomio rendimiento-riesgo (no todos los bonos que eventualmente emitan estas empresas deben ser necesariamente *high yields*) con una liquidez razonable en el mercado secundario. Para conseguir conjugar todos estos factores (rentabilidad, riesgo, liquidez), de nuevo el papel de la información es clave (agencias de *rating*), junto con una adecuada regulación de incentivos que potencie la demanda de este tipo de títulos.

Por último, y en relación con la propia estructura del mercado, su futuro desarrollo va a depender en gran medida de las señales que pueda ofrecer como

ESQUEMA 1

FACTORES DE VIABILIDAD PARA EL MERCADO ALTERNATIVO DE DEUDA



FUENTE: Elaboración propia.

un marco confiable y seguro para el acceso a operaciones primarias de financiación con bonos (en España, las IBOs para pymes no cuentan con tradición), así como la potenciación de un segmento de negociación secundaria líquido, transparente y ajustable en todo momento a las necesidades de los emisores e inversores. Como veremos en el capítulo de propuestas para la consecución de estos objetivos, de nuevo el papel del regulador es clave, junto con la mediación financiera especializada en este tipo de mercados.

En el Esquema 1 se resumen los principales factores de viabilidad, para cuyo cumplimiento desarrollaremos una serie de propuestas en el próximo apartado.

5. Propuestas para la consolidación del mercado

El éxito del MARF exige una serie de medidas que incentiven su utilización por parte de los emisores y

que aumente el atractivo del mismo para los inversores. Entre estas medidas destacamos las siguientes:

Propuestas orientadas a inversores

— Incentivos fiscales como por ejemplo establecer bonificaciones sobre los rendimientos de capital mobiliario asociados a los cupones.

— Potenciar el papel de las Sociedades de Garantía Recíproca como avalistas de carteras de bonos emitidos por pymes. Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGRs) son sociedades, constituidas por empresarios, con capital variable cuyo único objeto es prestar garantías en forma de aval o por otro instrumento a favor de sus socios, para las operaciones que estos realicen. Generalmente, las SGRs avalan a sus socios en las operaciones crediticias de las entidades bancarias. Lo mismo que una SGR puede prestar un aval en un préstamo bancario, podría avalar una emisión de pagarés o bonos de una pyme que

acceda al MARF. En el caso de emisiones de poco volumen una sola SGR puede avalar y en el caso de emisiones de mayor importe se podría plantear la sindicación de la operación entre varias SGRs.

Con la introducción del aval de una SGR, la emisión puede tener una mayor aceptación en el mercado, por reducirse el riesgo de crédito de la misma y naturalmente debería poder emitirse a un coste financiero menor, lo que compensaría la retribución por el aval a la SGR.

Propuestas orientadas a emisores

— Mayor implicación del Asesor Registrado (no debe ser solo tramitador sino también implicarse proactivamente en la captación de mercado y la difusión de las ventajas del MARF).

— Difusión entre las entidades financieras de la figura del Asesor Registrado. A la fecha de redacción de este artículo, solo tenemos tres asesores registrados (Sabadell y dos AV Solventis y Arcano).

— Aumentar la formación de los gestores financieros de pymes para eliminar barreras culturales de acceso al mercado.

— Potenciar emisiones consorciadas de agrupaciones de pymes para facilitar el acceso a la financiación sectorial.

Propuestas orientadas al mercado

— Creación de una red de creadores de mercado (*Market Makers*), que aseguren una horquilla mínima de liquidez en el segmento secundario de negociación.

— Potenciar el papel de las agencias de *rating* para mejorar la transparencia informativa, focalizando su actuación hacia una mayor adecuación de las calificaciones a la realidad de las pymes.

Las políticas de fomento y estímulo de los mercados alternativos tiene efectos directos en la mayor canalización de recursos a las pymes a través de los

propios mercados, e indirectos por la dinamización de la inversión en empresas no cotizadas a través del capital riesgo, etcétera.

En nuestra opinión, el desarrollo futuro de la economía española exige fomentar todo tipo de alternativas a la financiación bancaria, particularmente la enfocada a las pymes con un alto potencial de crecimiento. La novedad de algunos de estos instrumentos y mercados puede limitar el crecimiento de los mismos por lo que en un principio debe implantarse una política clara de fomento de estos mercados. Creemos que estos exigen una política coordinada de fomento de un conjunto de instituciones como el MAB, MARF, SGRs, capital riesgo, fondos de activos no cotizados, etcétera, que articulen la financiación adecuada para las miles de pymes españolas con ventajas competitivas.

Referencias bibliográficas

- [1] ALLEN, B.; CHAN, K.; MILNE, A. y THOMAS, S. (2012): «Basel III: Is the Cure Worse than the Disease?», *International Review of Financial Economics*, 25; 159-166. Banco de España (varios años); Boletín Estadístico.
- [2] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2013): Reglamento del Mercado Alternativo de Renta Fija, disponible en http://www.bmerf.es/docs/esp/Documentos/REGLAMENTO_ES_MARF.pdf.
- [3] BOLSAS y MERCADOS ESPAÑOLES (2013): Circular 7/2013, de 18 de julio, sobre incorporación y exclusión de valores en el mercado alternativo de renta fija.
- [4] CAMPELLO, M.; GRAHAM, J. R. y CAMPBELL, R. H. (2010): «The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis», *Journal of Financial Economics*, 97; 480-487.
- [5] CHAI, F. y NGUYEN, D.B. (2011): «The Cost of Business Credit by Firm Category», *Quarterly Selection of Articles 24, Banque du France*; winter.
- [6] DE JONG, F. y DRIESSEN, J. (2012): «Liquidity Risk Premia in Corporate Bond Markets», *Quarterly Journal of Finance*, volumen 2, nº 2, junio.
- [7] HERNANDO SARRIÁ-PEDRAZA, J. y RAMOS-JUSTE, J. (2013): «MARF: Oportunidad para pymes y perspectiva para inversores», *AXEXOR IEB WP 2013-1013*.
- [8] JIMENEZ, G.; OGENA, S.; PEYDRO, J.L. y SAURINA, J. (2012): «Credit Supply versus Demand: Bank and Firm Ba-

lance-Sheet Channels in Good and Bad Times», *Tilburg University, European Banking Center Discussion Paper* 2012-003.

[9] LAMOTHE, P. (2013): «La financiación de la pyme en el contexto de la crisis: Nuevas Alternativas», *Boletín de Estudios Económicos*, diciembre.

[10] NORDIC ABM (2012): «Issuing Corporate Bonds in Oslo: An Efficient, Flexible and Mature Market for Raising Debt Capital», Bolsa de Oslo.

[11] NYSE EURONEXT (2012): «Alternext Markets Rule Book», disponible en <http://europeanequities.nyx.com/regulation/nyse-alternext>.

[12] POPOV, A. y UDELL, G.F. (2012): «Cross-Border Banking. Credit Banking and the Financial Crisis»; *Journal of International Economics*; 87; 147-161.

[13] PRICE WATERHOUSE COOPERS (2012): «Primary Market Germany Q3 2012», disponible en <http://www.pwc.de/en/finanzierung/emissionsmarkt-deutschland-anleger-halten-ihre-portemonnaies-geschlossen.jhtml>.

[14] STTUTGART BORSE (2012): «Terms and Conditions for Trading in the Regulated Unofficial Market at the Stuttgart Stock Exchange».